

Value Report

新湖中宝(600208) 财务稳健 立足长三角

国泰君安证券研究所 孙建平 任旭

投资要点

- 公司拟发行14亿公司债,其中3亿用于偿还银行借款,其他用于补充公司流动资金,债券信用评级为AA-。
●公司现有项目29个,规划建筑面积1144万平方米,尚未结算权益建筑面积715万平方米。公司实行全国化布局,项目分布在全国8个省的一、二、三线城市,三线城市主要选择长三角的发达地区,这些地区的房地产市场正处于上升期,具有非常好的盈利前景。
●近几年国家控制土地供给规模,但商品房市场购买量一直很大。杭州、沈阳作为省会城市在近几年一直需求旺盛,2008年在国家宏观调控政策下,市场逐渐趋于理性。
●与行业内其他公司相比,2007年公司业绩增长偏慢,毛利率较低,存货周转率较快,负债水平低,财务风险不大。
●2008年随着项目结算速度的加快,公司收入和利润增长速度将加快,销售毛利率、销售净利率将进一步提高,存货周转速度也在提升。随着公司债募集资金到位,公司负债水平可能有所提高。
●公司的优势在于:全国化布局,充分分散地区风险;拿地时间早,土地成本低;负债水平低,财务政策稳健;对外投资初具规模;股权激励方案已通过,有利于促进公司长远发展。
●预计公司2008-2010年结算面积分别为89万、141万和156万平方米,年实现收入分别为54.47亿、77.31亿、103.45亿元,项目结算主要来自芜湖、长江现代城、上海、新湖明珠城、杭州、新湖香格里拉、海宁、百合新城、桐乡、新湖香格里拉、衢州、新湖景城、九江、柴桑春天等项目。
●预计2008-2010年EPS分别为0.26元、0.37元和0.54元,三年平均增长55%。
●考虑公司多元化布局、低地价成本和成长性,给予2009年15倍PE,得到5.61元目标价,中性预测房地产RNAV为8.41元,因项目储备盈利能力强和资产升值前景好,采用PE法和RNAV结合,取二者均值加上0.63元非房地产业务的重估价值,得到目标价8元,给予增持投资评级。

Table with 5 columns: 财务摘要(百万元), 2006A, 2006E, 2007A, 2008E, 2009E. Rows include 营业收入, 经营利润, 净利润, 每股净收益, 每股股利, 利润率, 经营利润率, 市盈率, 股息率.

1.公司发行公司债情况
公司此次拟发行无担保公司债不超过14亿元(1400万张),债券面值100元/张,按票面价值平价发行,债券期限8年,采用网上与网下相结合的方式发行,票面利率询价区间7.5%-9%。债券持有人有权在债券存续期间第3年和第6年付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人,公司有权在债券存续期第3年和第6年付息日上调债券后续三年的票面利率,债券按年付息,到期还本。根据上海新世纪资信评估投资服务有限公司的评级,公司主体信用等级为AA-,公司债信用等级为AA-。

2.公司项目储备丰富,全国化布局有利于分散风险
公司现有项目25个,规划建筑面积1133万平方米,其中已结算面积232万平方米,尚未结算建筑面积901万平方米,未结算权益建筑面积715万平方米,储备非常丰富,可供公司未来5年发展需要。公司现有的25个项目分布在全国8个省,其中一线城市建筑面积占总储备的比例为5%,二、三线城市项目建筑面积占比分别为48%和47%。

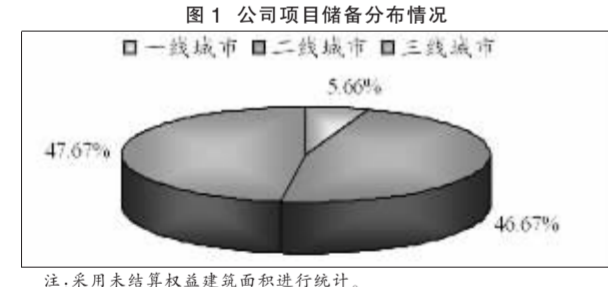


图1 公司项目储备分布情况

Table 1: 公司项目储备情况 (单位:万平方米). Columns: 项目名称, 开工日期, 竣工日期, 权益, 占地面积, 规划建筑面积, 累计结算面积, 未结算面积, 未结算权益面积. Lists projects like 沈阳-龙之汇, 天津-津汇, 杭州-新湖明珠城, etc.

表1: 公司项目储备情况 (单位:万平方米)

Table 2: 公司项目盈利预测 (单位:万平方米,元/平方米). Columns: 子项目, 项目名称, 权益, 规划建筑面积, 预计售价, 预计毛利. Lists projects like 沈阳-龙之汇, 天津-津汇, 杭州-新湖明珠城, etc.

表2: 公司项目盈利预测 (单位:万平方米,元/平方米)

表3: 公司项目储备一二三线城市分布情况 (单位:万平方米)

Table with 5 columns: 地区及城市分布, 占地面积, 规划建筑面积, 权益规划建筑面积, 累计结算建筑面积, 未结算权益建筑面积. Rows include 一线城市, 二线城市, 三线城市, 省份分布, 合计.

数据来源:国泰君安证券研究所。

3.市场分析
公司项目储备分布在全国8个省,20余个城市。近4年来,全国土地供应面积增速减缓,但市场需求仍然旺盛,市场购买量明显大于商品房竣工面积。

3.1.全国市场分析
1999-2003年间,全国土地购置面积明显增多,但自2004年开始政府控制土地供应,全国土地购置面积增速锐减,每年市场的土地购置面积维持在4亿平方米左右。市场需求旺盛,商品房销售面积明显高于商品房竣工面积,反映出市场供不应求的情况。

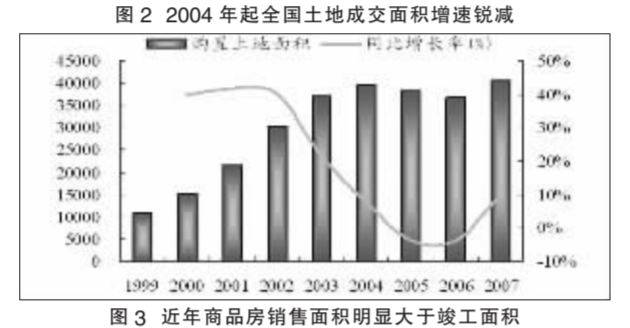


图2 2004年起全国土地成交面积增速锐减

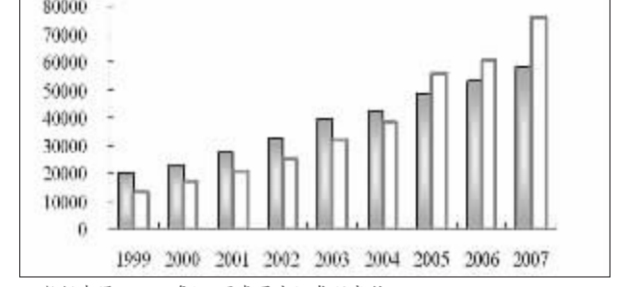


图3 近年商品房销售面积明显大于竣工面积

3.2.杭州市场分析
公司目前在建有2个项目位于杭州,已经完工3个项目。杭州作为省会城市,其城市聚集能力和辐射力逐年提升,省会城市的中心化作用日益凸显,2004-2007年杭州连续四年被美国《福布斯》杂志评为“中国大陆”最佳商业城市排行榜第一名。“十五”期间,杭州市场投资和销售额保持较快速度增长,商品房销售面积复合增长17.24%,商品房销售额年均复合增长33.46%。

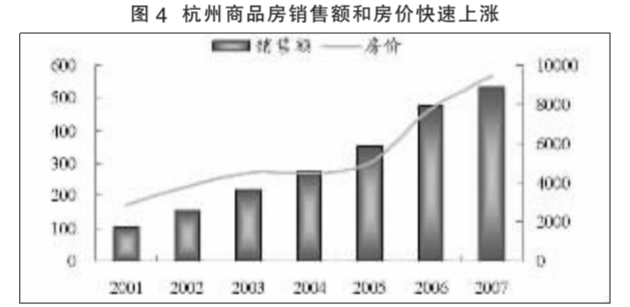


图4 杭州商品房销售额和房价快速上涨

2008年杭州房地产市场趋于理性,商品房成交面积低于去年同期,反映出市场一定的观望情绪,房价近期向下调整。因土地和产品稀缺,我们预计杭州中心城区房价下跌幅度不大;钱江新城和外围余杭等区域开发加快,供给将放量,房价有一定压力。今年杭州计划开工280万平方米保障住宅。

3.3.沈阳市场分析
沈阳市房地产市场在国家宏观调控政策作用下,市场逐渐趋于理性,开发投资保持较快增长,但增幅趋缓。新建商品房供给、销售保持增长,但供给增长速度高于销售,房价稳中有升。随着于洪区、东陵区、浑南新区和沈北新区的快速发展,二环外区域成为商品住宅销售新的热点。由于市中心的高房价及土地资源的稀缺,房地产市场郊区化进程明显加快,2008年楼盘热销区域进一步向郊区扩散。

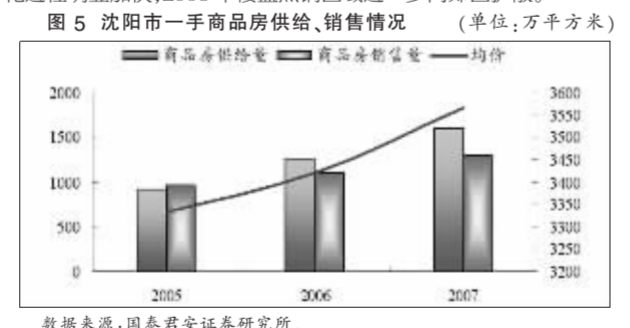


图5 沈阳市一手商品房供给、销售情况 (单位:万平方米)

3.4.三线城市分析
公司一半以上项目位于长三角一带的三线城市,这些城市经济发展速度较快,经济增长速度明显高于北京、上海、广州和深圳等一线城市。三线城市商品住宅较之大城市起步晚、起点低,目前房地产市场正处于上升期,随着家庭可支配收入的不断提高,居民对换房的要求越来越迫切,且此类购房者需求为刚性,对房价敏感程度不高。与一二线城市相比,三线城市购房需求以自住为主,本次调控的对象主要是对非自住性需求加以抑制,三线城市泡沫较少,受宏观调控影响小。

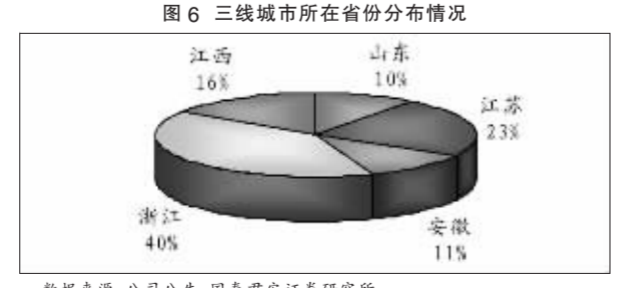
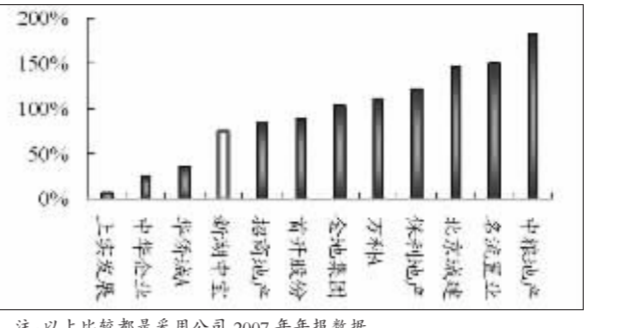


图6 三线城市所在省份分布情况

4.财务分析
4.1.财务横比:营运能力强,负债低,财务政策稳健,成长速度需要再提高
我们选取反应公司成长性、盈利能力、营运能力和负债水平的部分指标与重点跟踪公司进行横向对比,得到的结果是:
4.1.1.成长性:2007年成长速度偏慢
公司2007年净利润增长率为75%,处于行业中等偏后水平,而重点公司中净利润增长率最高的为中粮地产182%。随着项目结算速度的加快,公司增速将进一步提高。

图7 公司净利润增长率处于中等偏后水平



注:以上比较都是采用公司2007年年报数据。数据来源:国泰君安证券研究所。

4.1.2.盈利能力:盈利能力需要提高
公司盈利能力较弱,净资产收益率处于行业中间偏后水平;销售毛利率过低。这主要是因为公司很多项目位于二、三线城市,房价上涨速度不及一线城市,但大部分二、三线城市房地产市场正处于上升期,房价增速稳定,房价下跌的压力较一线城市小得多,随着一线城市房价涨幅到位,二、三线城市房价将进一步上涨,公司2008年毛利率将有所改善。

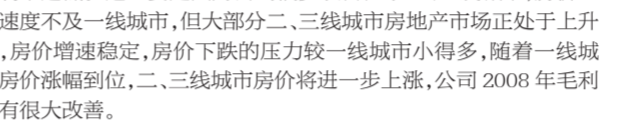


图8 净资产收益率偏低

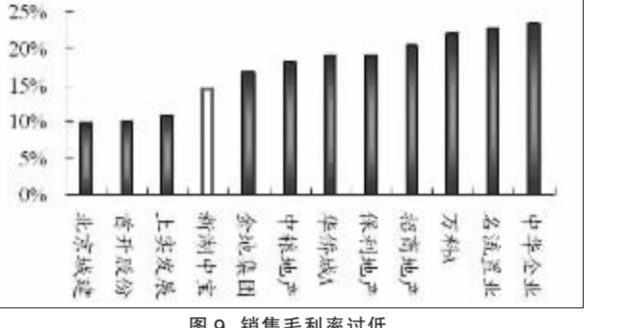


图9 销售毛利率过低

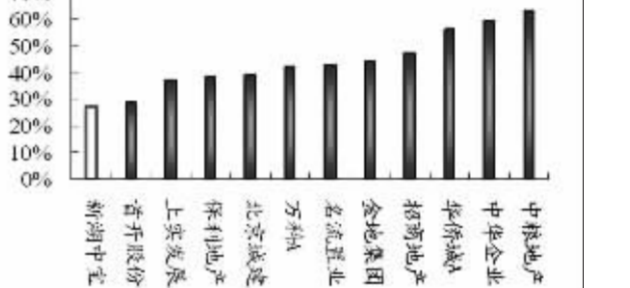


图10 公司营运能力较好

4.1.3.营运能力:存货周转率较快
公司存货周转率较快,公司营运能力强,资金利用率较高。

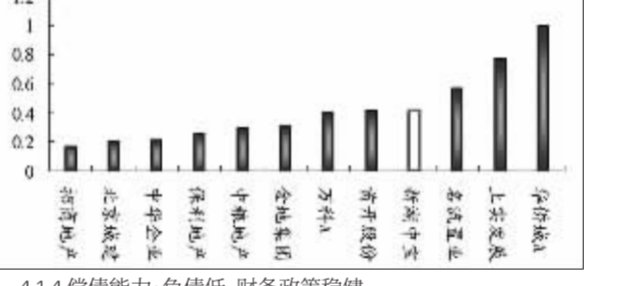


图11 真实资产负债率很低

4.1.4.偿债能力:负债低,财务政策稳健
2007年公司真实资产负债率只有35%,2006年真实资产负债率44%,与行业内其他公司相比,公司真实资产负债率一直较低,说明公司财务政策稳健,净负债率、速动比率、每股经营性净现金流处于行业平均水平,公司还款压力不大。

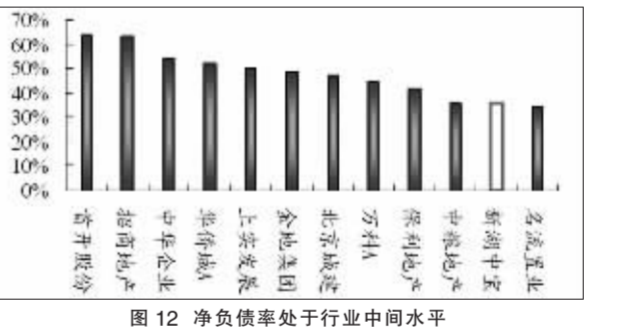


图12 净负债率处于行业中间水平

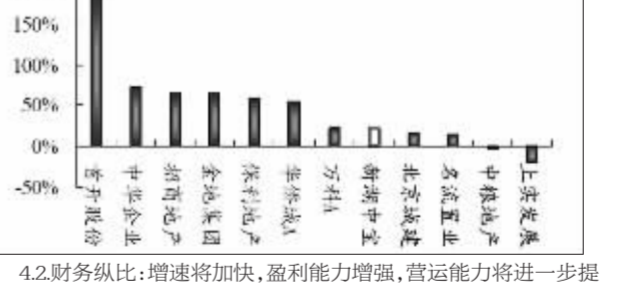


图13 财务纵比:增速将加快,盈利能力增强,营运能力将进一步提高

成长性:2007年成长速度较2006年放缓,2008年将增长。公司2007年收入和净利润增长较2006年增速放缓,随着项目进入结算期,2008年收入和利润增速将有所提高。
盈利能力:保持改善。受益于房价上涨,公司2007、2008年销售毛利率、销售净利率、净资产收益率等都有提高。
营运能力:2008年将进一步提高。2007年公司存货周转率下降,主要系本期公司在建项目投入增加导致2007年存货较2006年增长40.86%,随着项目结算速度加快,公司营运速度也在提高。

Table 4: 公司成长性、盈利能力、营运能力、负债水平纵向比较. Columns: 项目, 2006A, 2007A, 2008E. Rows include 成长性, 收入增长率, 净利润增长率, 获利率, 销售毛利率, 销售净利率, 净资产收益率, EPS, 营运能力, 存货周转率, 负债水平及还款能力, 资产负债率, 真实资产负债率, 净负债率, 每股经营性净现金流, 速动比率, 利息保障倍数.

表4: 公司成长性、盈利能力、营运能力、负债水平纵向比较

5.公司优势
5.1.全国化布局,有利于分散风险
公司项目分布在浙江、上海、江西、安徽、山东、辽宁等地的一、

二、三线城市,项目分散。且三线城市主要分布在长三角的发达地区,这些地区消费以自主性消费为主,且房地产市场正处于上升期,有利于抵御一线城市房价下调的风险(三线城市分析见上文3.4),从公司进入黄山等地的过往经验看,公司总是在一个市场即将启动前拿地,公司的市场判断非常准确。

5.2.拿地时间早,成本低
2007年公司拿地政策谨慎,目前项目大部分为2006年通过定向增发收购资产获得,当时估价是以收购土地市场价格为基准进行评估,且较同时期收购资产的冠城大通和万科评估增值率和交易增值率都要低。因拿地时间较早,评估价格低,现在这些项目的成本非常低。

表5: 2006年公司收购资产净资产评估增值情况一览表. Table with 5 columns: 单位, 净资产增值率, 单位, 净资产增值率, 单位, 净资产增值率. Lists acquisitions like 济南新湖, 嘉兴新湖, etc.

表5: 2006年公司收购资产净资产评估增值情况一览表

5.3.财务稳健
与行业内其他公司相比,公司营运能力强,负债水平较低(见4.1.3),稳健的财务政策在2008年货币紧缩的大环境下,有利于更好地抵御风险。

5.4.对外投资初具规模
公司在以房地产开发业务为主业的同时,利用闲置资金进行其他股权投资,有利于抵御行业风险,平滑行业的周期波动:

- 1) 受让浙江新湖集团和浙江星河公司持有的35%和2.5%股权,并通过增资控股了浙江天地期货经纪有限公司,占其股本71.15%,2006年天地期货公司实现营业收入1107.27万元,实现营业利润1045.53万元;
2) 公司出资4.5亿元认购盛京银行3亿股的股份,占其增资扩股后总股本的9.1%,盛京银行目前已开始筹划上市,截至2007年末,盛京银行总资产突破800亿元,实现利润总额12.5亿元,税后净利润8.1亿元;
3) 增资6000万元认购长城证券1000万股股份,增资完成后,占其总股本的0.72%;
4) 出资7800万元收购山东蓬莱大柳行金矿;
5) 公司持股49%的嘉兴乍浦开发公司营建乍浦港一期和二期码头,已完成投资6亿多元,初步形成年吞吐20万标箱和1000万吨散、杂货的能力,乍浦开发公司2007年实现营业收入3.55亿元,实现净利润477.42万元。

5.5.管理层股权激励方案已经通过

表6: 公司股票期权激励计划主要要素. Table with 2 columns: 指标, 内容. Lists details like 总额度, 行权价, 行权期, etc.

表6: 公司股票期权激励计划主要要素

注:若2008年授予,则实施2008年禁售,行权期为2009-2011年。数据来源:公司公告,国泰君安证券研究所。

管理层激励可使得公司利益和管理层利益相一致,有利于促进上市公司的可持续发展。
6.2008-2010年项目结算情况
预计公司2008-2010年项目结算面积分别为89万、141万和156万平方米,年实现收入分别为54.47亿、77.31亿、103.45亿元,近三年项目结算将主要来自芜湖、长江现代城、上海、新湖明珠城、杭州、新湖香格里拉、海宁、百合新城、桐乡、新湖香格里拉、衢州、新湖景城、九江、柴桑春天等项目。

表7: 公司2008-2010年项目结算情况 (单位:万平方米). Table with 5 columns: 子项目, 项目名称, 权益, 规划建筑面积, 08年结算面积, 09年结算面积, 10年结算面积, 08年收入, 09年收入, 10年收入. Lists projects like 沈阳新湖, 天津新湖, etc.

表7: 公司2008-2010年项目结算情况 (单位:万平方米)

根据项目结算收入和附表损益表预测情况,预计2008-2010年公司分别实现主营收入54.47、77.31和103.45亿元,净利润分别达到7.4、10.6和15.3亿元,同比增幅分别达到79%、43%和45%,年平均增长55%,对应目前28.21亿总股本的EPS分别为0.26元、0.37元和0.54元。

7.公司目标价8元,增持
公司除了以房地产开发为主要业务外,还积极利用闲置资金进行其他投资,根据二级市场中同类资产价格对公司持有的非房地产类资产进行再估值,因公司所持股权均为非上市公司,所以以上上市公司所处行业平均PB的一半作为重估标准,得到17.82亿重估资产价值,对应的每股净资产为0.64元。

表8: 公司持有的非房地产资产 (单位:百万元). Table with 3 columns: 账面净资产, 市场价值, 备注. Lists assets like 浙江新湖期货经纪, 浦发银行, etc.

表8: 公司持有的非房地产资产 (单位:百万元)

注:乍浦港码头已完成投资6亿元,公司持有49%股份。数据来源:Wind数据库,公司公告,国泰君安证券研究所。

因公司财务稳健、土地成本低、分散风险的项目布局多元化(一二三线城市),未来3年净利润平均增长达到55%基本有保证,因此给予公司处于行业合理偏高区域的估值水平,即2009年15倍PE,对应房地产业务PE估值为5.61元,加上非房地产类资产重估价值0.63元,对应的公司目标价为6.24元。无一例外,公司的PE估值目标价也受到了地产板块估值大幅下降的系统影响。

根据公司项目动态、未来开发进度和目前房价,中性预测,886万平方米项目储备得到公司开发类项目的重估净资产为237.25亿元,对应的每股价值是8.41元,考虑2008年一季度18.11亿元净负债和38.46亿元账面净资产后,得到房地产业务RNAV是9.13元,加上前述非房地产类重估价值0.63元,得到公司RNAV是9.76元。
公司未来业绩继续处于上升增长期,具有良好的成长性;同时所拥有房地产项目因地价成本低、非房地产资产是具有良好升值空间的隐蔽资产,所以我们采用PE法和RNAV法结合估值,二者平均得到公司目标价8元,相对当前5.53元的价格尚有45%的上涨空间,给予增持投资评级。